

光期研究：北向资金的投资逻辑是什么

摘要：

1、北向资金介绍

截止 2023 年 10 月 27 日，北向资金持股 3185 只，其中沪股通 1476 只，深股通 1709 只，持股市值 2.06 万亿元，占 A 股自由流通市值 3.05%。医药生物、电子、电力设备板块成分股纳入沪深股通标的数量最多。沪深 300 和上证 50 成分股全部纳入沪深港通标的，

2、北向资金的持仓逻辑

北向资金偏爱大盘指数，在大市值和高成长因子上暴露较多。从持仓占自由流通市值的比例来看，家电、建筑材料、美容护理明显偏高，同时，煤炭、钢铁等上游能化板块明显高于 TMT 板块。

3、配置盘和交易盘的特点

配置盘持仓占北向总持仓 80%以上，持续加仓 A 股大盘成长题材，净流出期间较少且净流出多与地缘政治风险有关。交易盘资金追逐中短期题材，但整体上比融资资金更为乐观。

4、北向资金是“聪明钱”吗？

中长期来看，北向资金确实具有较高的参考价值，尤其是不同板块的中期配置选择，北向资金胜率极高；但是，短线的择时来看，北向资金并不是好的参考标的，我们无法跟随北向资金通过频繁调仓来获得更高的收益。

光大期货研究所

宏观金融组

王东瀛

期货从业资格号：

F03087149

期货交易咨询资格号：

Z0019537

撰写日期：

2023 年 11 月 3 日

期市有风险

入市需谨慎

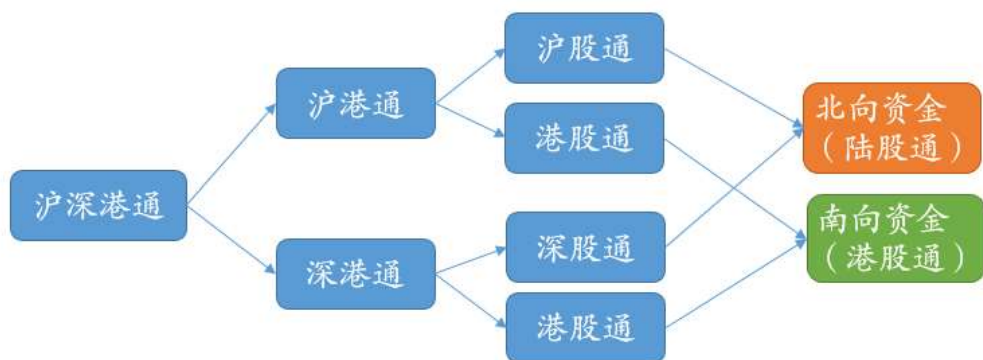
北向资金的投资逻辑是什么

1、北向资金介绍

1.1、陆股通机制

陆股通机制（也称沪深股通），是内地与香港股票市场交易互联互通机制的一部分。上海证券交易所、深圳证券交易所分别和香港联合交易所有限公司（以下简称香港联合交易所）建立技术连接，使内地和香港投资者可以通过当地证券公司或经纪商买卖规定范围内的对方交易所上市的股票，包括沪股通和深港通。沪股通包括沪股通和沪港通下的港股通，深港通包括深股通和深港通下的港股通；沪股通和深股通合计称为北向资金，沪港通下的港股通和深港通下的港股通合计称为南向资金。本文主要对北向资金做一个简单介绍。

图表 1：沪深港通分类



资料来源：光大期货研究所

1.1.1、参与者管理

根据自 2022 年 7 月 25 日起施行的《关于修改〈内地与香港股票市场交易互联互通机制若干规定〉的决定》，沪股通和深股通投资者不包括内地投资者，已开通沪股通、深股通交易权限的内地投资者在 2023 年 7 月 23 日前可继续通过沪股通、深股通买卖 A 股；2023 年 7 月 24 日后，上述投资者所持 A 股可继续卖出。

2015 年起，港交所设立特别独立户口（SPSAs），投资者下达卖单前，需要先在 SPSA 账户存入足够的股票，2020 年 7 月之后，SPSA 开始实行综合交易制度，同一资管机构下的不同基金产品可共用一个 Master SPSA 账户。

1.1.2、持股比例限制及剩余额度计算

根据规定，单个境外投资者对单个上市公司的持股比例，不得超过该上市公司股份总数的 10%；所有境外投资者对单个上市公司 A 股的持股比例总和，不得超过该上市公司股份总数的 30%；境外投资者依法对上市公司战略投资的，其战略投资的持股不受上述比例限制。投资者通过沪深股通持有上市公司股份应与其他方式持有的股份合并计算。对于超出部分，投资者应当在 5 个沪深股通交易日内进行平仓。

沪深股通开通之初，沪股通和深股通分别限制当日投资额度 130 亿元，总投资额度 3000 亿元；2018 年 5 月，当日投资额度分别放开至 520 亿元，即合计 1040 亿元，同时均取消总投资额度限制。其中，每日额度余额 = 当日投资额度 - 买盘订单 + 卖盘成交金额。

1.1.3、结算机制

根据《内地与香港股票市场交易互联互通机制登记、存管、结算业务实施细则（2022 年 6 月修订版）》，香港结算以“香港中央结算有限公司”名称在及中国证券登记结算有限责任公司上海、深圳分公司分别开立沪市人民币普通股票账户与深市人民币普通股票账户，作为名义持有人持有境外投资者通过沪股通与深股通取得的证券。境外投资者通过沪深股通交易 A 股实施 T+0 交收、T+1 交易制度。

1.1.4、披露易代码转换规则

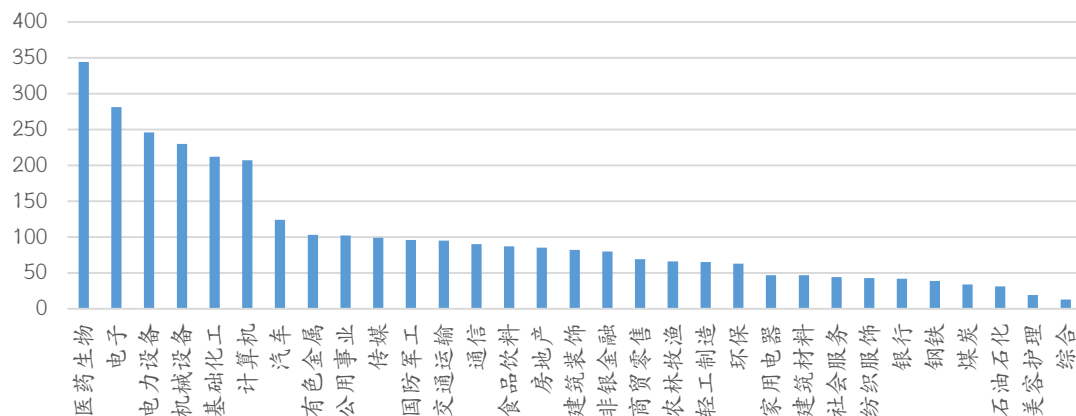
港交所通过“披露易”网站公布境外机构持有 A 股情况，搜索过程中，需将 A 股代码转换为港交所代码，具体转换规则如下：“60” 开头转化为“9” 开头；“00” 开头转化为“7” 开头；“688” 开头转化为“30” 开头；“300” 开头转化为“77” 开头；“301” 开头转化为“78” 开头。例如，“600519.SH” 应转化为“90519.SH”。

1.1.5、交易标的

可通过沪深股通交易的标的包括股票和股票型 ETF。经过近年多次扩宽标的范围，根据 2023 年 3 月修订的规则，沪深股通可交易的股票范围是上证 A 股指数成分股和深成指数成分股中（1）日均市值不低于人民币 50 亿元，（2）日均成交金额不低于人民币 3000 万元（剔除全天停牌交易日），（3）全天停牌天数占总交易日天数的比例低于 50% 的股票；以及 A+H 股上市公司在境内上市的 A 股。上述范围还需剔除 ST、*ST 等其他特殊情景。

截止 2023 年 10 月 27 日，北向资金持股 3185 只，其中沪股通 1476 只，深股通 1709 只。医药生物、电子、电力设备板块成分股纳入沪深股通标的数量最多。指数方面，沪深 300 和上证 50 成分股全部纳入沪深港通标的，中证 1000 成分股纳入 990 只，中证 500 成分股纳入 498 只。

图表 2：申万一级行业中沪深股通成分股数量（单位：个）



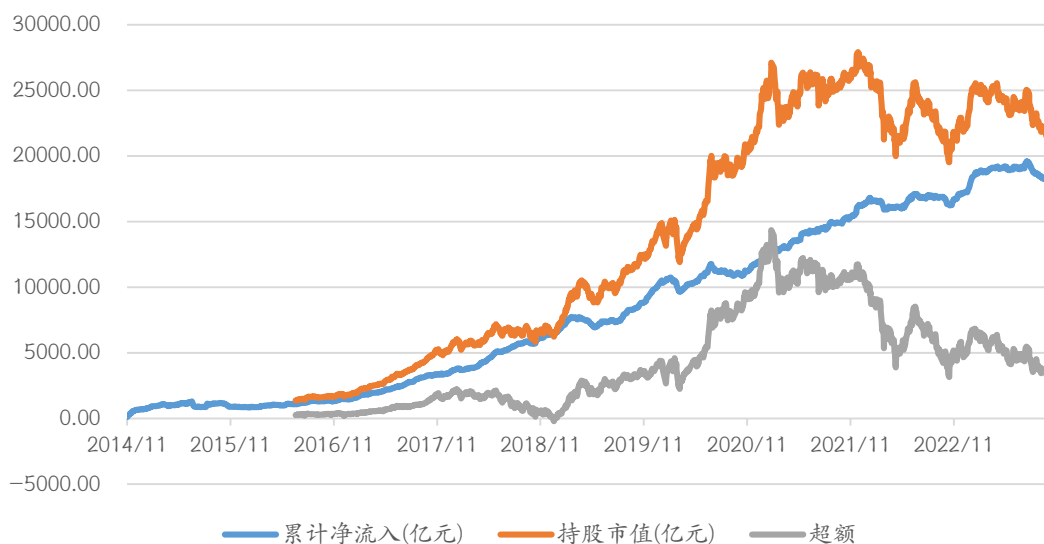
资料来源：光大期货研究所

1.2、累计净流入、持仓市值、持仓占比自由流通市值

沪股通自 2014 年 11 月开启，深股通自 2016 年 12 月开启，截止 2023 年 10 月 27 日，北向资金累计净流入近 1.8 万亿元，期间最高值近 2 万亿元；持股市值 2.06 万亿元，期间最高值超过 2.7 万亿元；北向资金占 A 股流通市值 3.05%，期间最高值超过 4%。由下图可以看到，北向资金自 2014 年以来呈现持续净流入 A 股的特点，期间持续净流出的时间段并不多，近期的北向净流出无论从幅度还是持续时间上均较为引人注目。

此外，通过对比北向持仓市值和累计净流入的关系，我们可以看到，2020 年底之前，北向资金配置效率较高，持仓超额收益明显，同时北向资金占 A 股流通市值的比例持续上升；相反的，从 2021 年起，北向资金超额收益转头向下，同时其占 A 股流通市值的比例也持续下滑。我们认为，这与 A 股整体的成长性是否满足境外资金的配置需求有关。

图表 3：北向自己累计净流入及持股市值（单位：亿元）



资料来源：光大期货研究所

图表 4：北向资金持仓占对应 A 股自由流通市值的比例（单位：%）



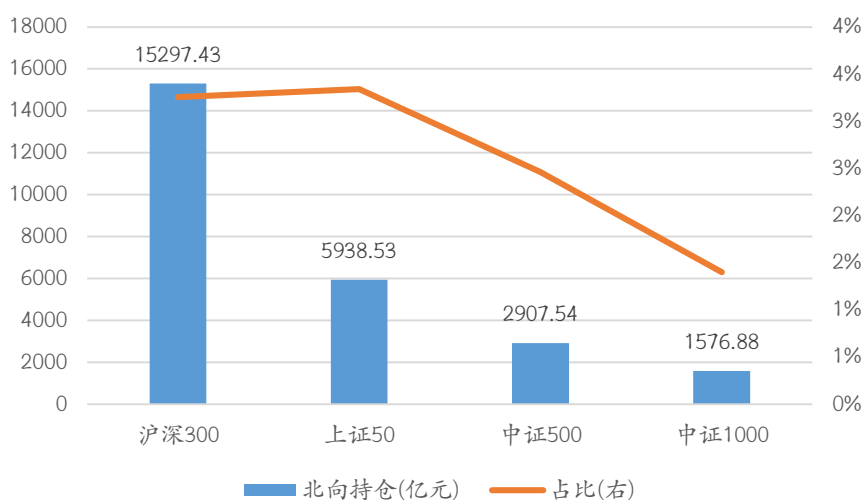
资料来源：光大期货研究所

2、北向资金的持仓逻辑

2.1、北向资金重点持有大盘指数成分股

北向资金持仓中沪深 300 成分股市值超过 15000 亿元,上证 50 成分股近 6000 亿元,中证 500 近 3000 亿元,中证 1000 约 1500 亿元,同时北向持仓占比对应指数的自由流通市值来看大盘指数也明显更高。北向资金偏爱大盘指数。

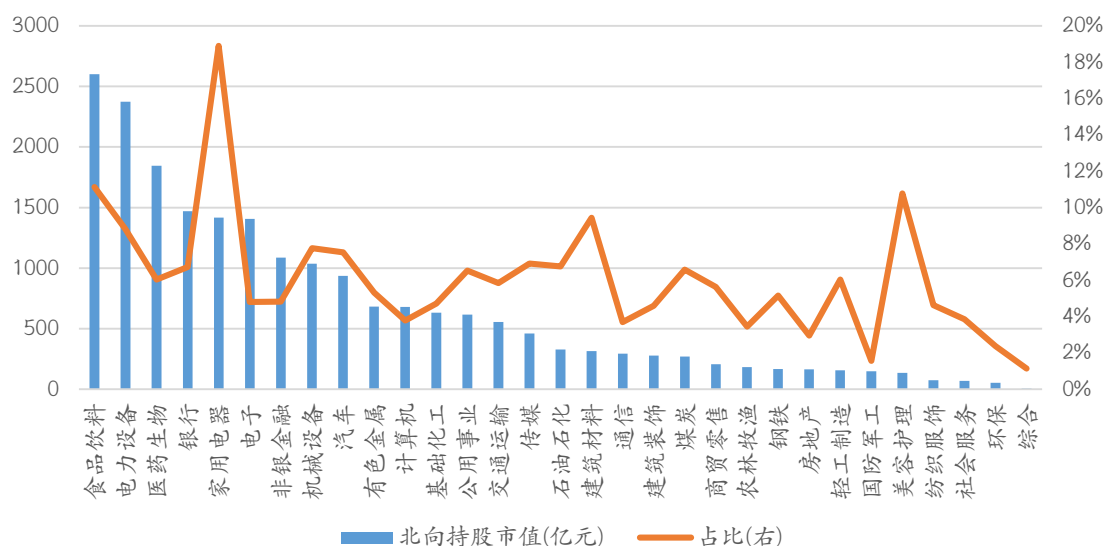
图表 5：北向资金持有股指成分股市值及占对应指数自由流通市值的比例



资料来源：光大期货研究所

板块来看，食品饮料、电力设备和医药生物三个板块北向持仓市值居前，服务业板块持仓相对较少。从持仓占比自由流通市值来看，家电、建筑材料、美容护理明显偏高，同时，煤炭、钢铁等上游能化板块明显高于 TMT 板块。一方面，北向资金尤其是配置盘体量较大，需要大盘权重板块吸纳资金，底仓天然偏向大盘股。另一方面，北向资金基本以持续净流入为主，其核心逻辑是中长期看多 A 股市场，即使主动择时也是以季度为单位的长周期为主（例如 2021 年 9 月北向资金大幅加仓电力设备板块），因此 TMT 等阶段性题材类板块不是北向持仓的重点。

图表 6：申万一级行业北向资金持股市值及占对应板块自由流通市值的比例



资料来源：光大期货研究所

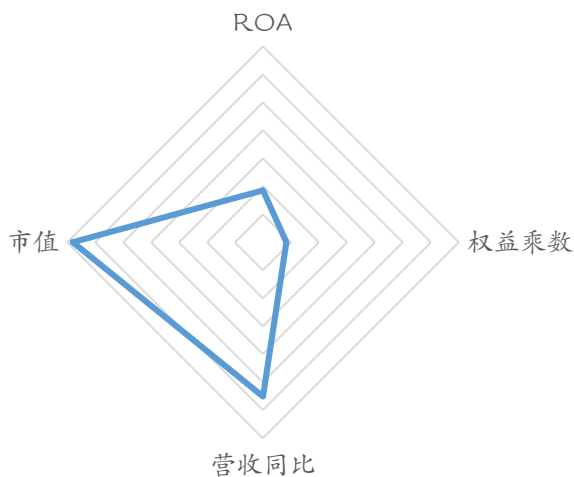
2.2、北向资金偏爱大盘成长

北向资金长期加仓 A 股，其配置逻辑是大盘成长类题材，为了印证这一观点，我们对北向资金持仓进行了因子暴露度分析，这里使用 ROA、权益乘数、营收同比、市值四个因子作为分析指标，虽然不能完整的覆盖北向持仓的各个因

子暴露维度，但根据过往研究，上述因子覆盖了盈利质量、成长属性两个维度，并根据市值做进一步划分，基本保证了因子间较低的相关性和总体的解释性。

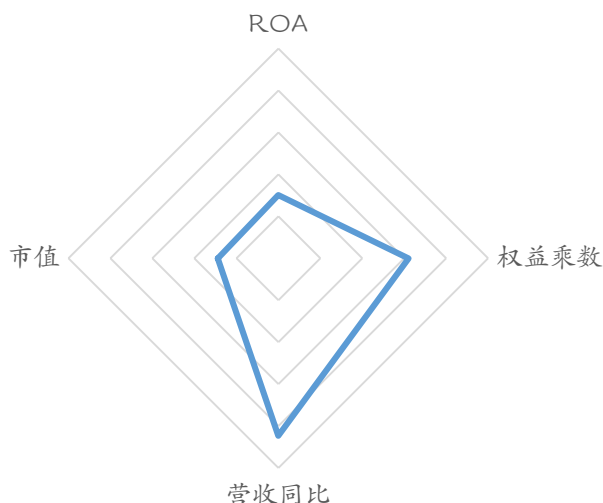
如下图，北向资金持仓在市值和营收同比增速两个指标上大幅正向暴露，即北向资金持仓特点为大盘成长类标的。同时，我们对比了北向持仓相较于沪深300指数的因子暴露的偏离程度，北向持仓在营收同比和权益乘数上有明显暴露。因此，北向资金持股的成长性是我们分析北向资金长期加仓A股的十分重要的一点，同理，也是我们分析北向资金近期为何持续净流出的重要角度，我们认为，今年以来A股市场核心逻辑为大盘价值和小盘成长，这与北向资金的持仓特性不同，因此北向资金占A股的自由流通市值的比例自年初便持续下降，叠加地缘纷扰，使得北向资金在8月开始加速净流出。这一过程惯性较大，市场风格的扭转需要时间。

图表 7：北向资金持仓因子暴露



资料来源：光大期货研究所

图表 8：北向资金持相较于沪深 300 指数因子暴露的偏离

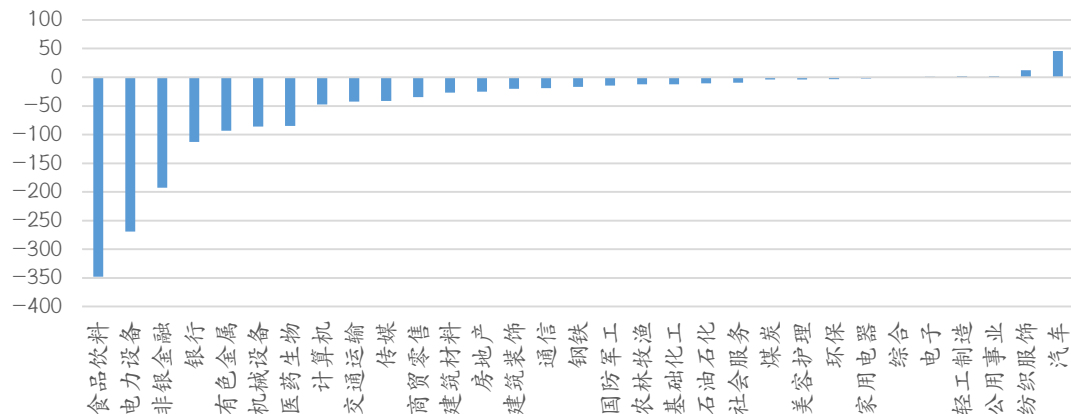


资料来源：光大期货研究所

2.3、今年以来北向资金是否加仓现金类资产？

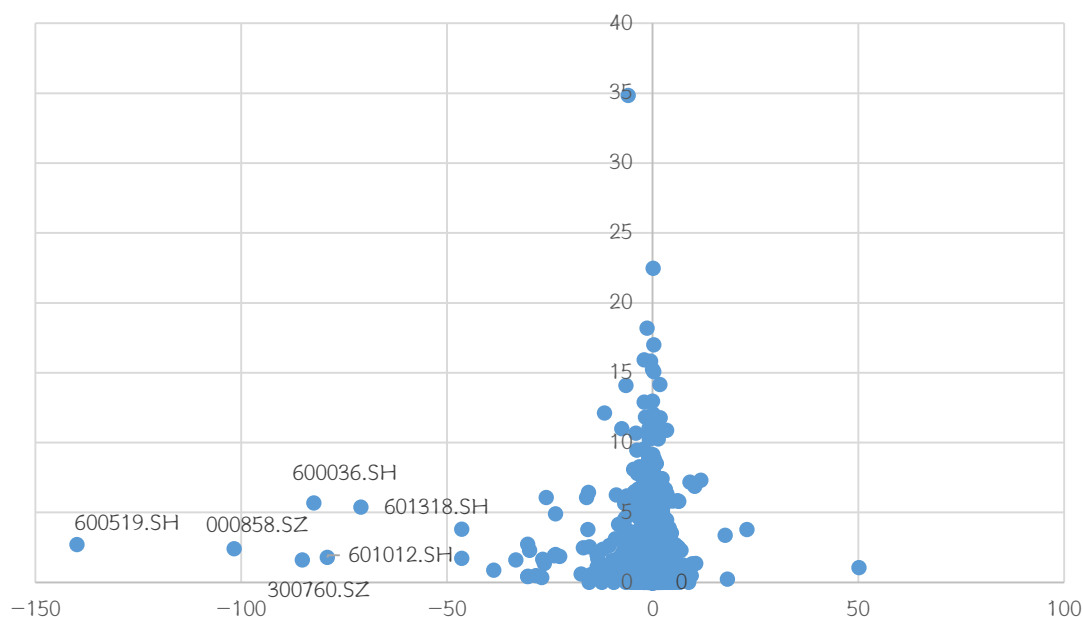
具体到板块和个股层面，自 8 月以来北向资金大幅净流出食品饮料、电力设备、金融板块，大幅减持核心仓位，对相关板块的盘面也构成了一定影响。为了验证北向资金的本轮减持是否涉及到风格轮动下的调仓行为，我们绘制了 2023 年度个股股息率与北向减持规模的散点图，由图可见，散点基本均匀分布在 Y 轴两侧，即横纵坐标没有明显的线性关系。可见，北向资金的净流出是在更大维度上减持 A 股的成长性，并没有追逐今年以来 A 股市场较为火热的股息率因子。

图表 9：北向资金 8 月以来净流出的行业板块排序（单位：亿元）



资料来源：光大期货研究所

图表 10：个股 8 月以来北向持仓变动（横轴）和 2023 年现金分红比例（纵轴）



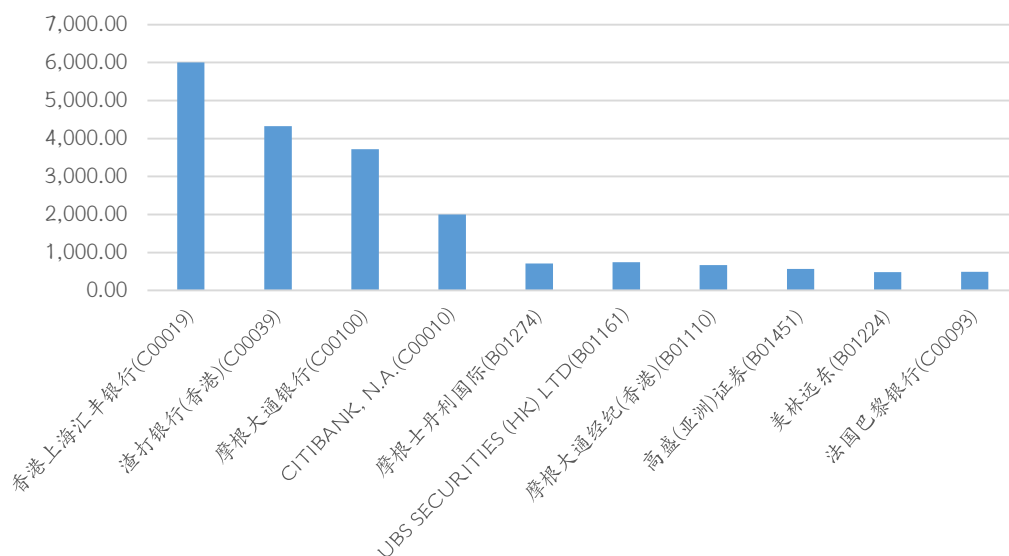
资料来源：光大期货研究所

3、配置盘和交易盘的特点

3.1、区分方法

通常，我们根据北向资金托管机构类型将北向资金分为配置盘资金和交易盘资金，在港交所披露易系统中，我们通常将参与者编号以“C”开头的托管机构称为配置盘，其中以跨国大银行及中资银行的海外分行为主，“B 开头”机构被称之为交易盘，其中以跨国券商为主。目前，北向资金托管机构超过 150 家，其中配置盘机构 17 家，持仓市值 1.68 万亿元，占北向总持仓市值 81.2%，交易盘机构 136 只，只占北向资金持仓市值 18.8%。

图表 11：托管机构北向持仓市值（单位：亿元）

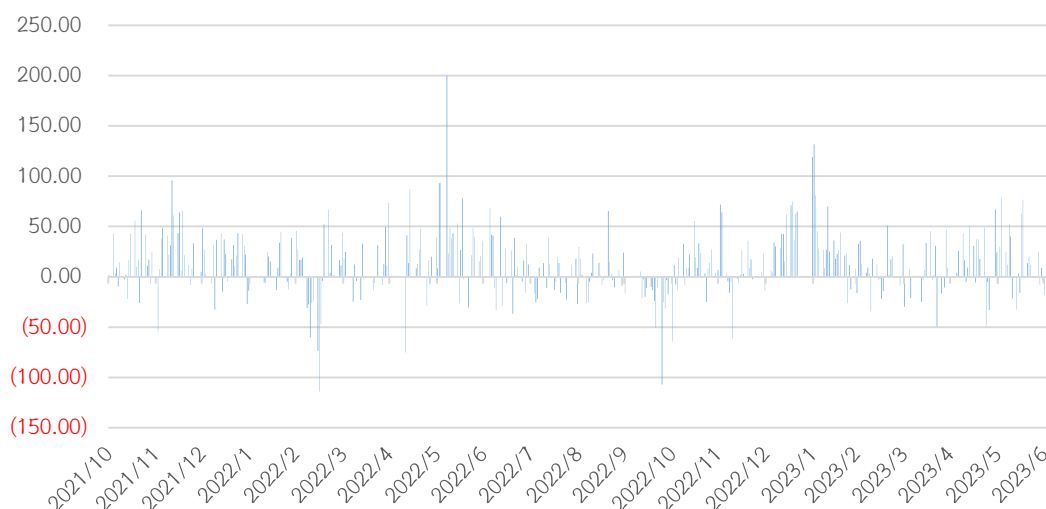


资料来源：光大期货研究所

3.2、配置盘加仓逻辑

配置盘资金规模较大，有数据可查以来持续流入 A 股市场，其净流入的速率与 A 股及海外基本面相关性均较低。北向配置盘期间持续净流出时段较少，比较明显的两次是 2022 年 3 月和 2022 年 10 月，均与地缘风险有关，这也是我们分析今年 8 月以来北向资金净流出的最主要逻辑。

图表 12：北向配置盘日度净流入（单位：亿元）

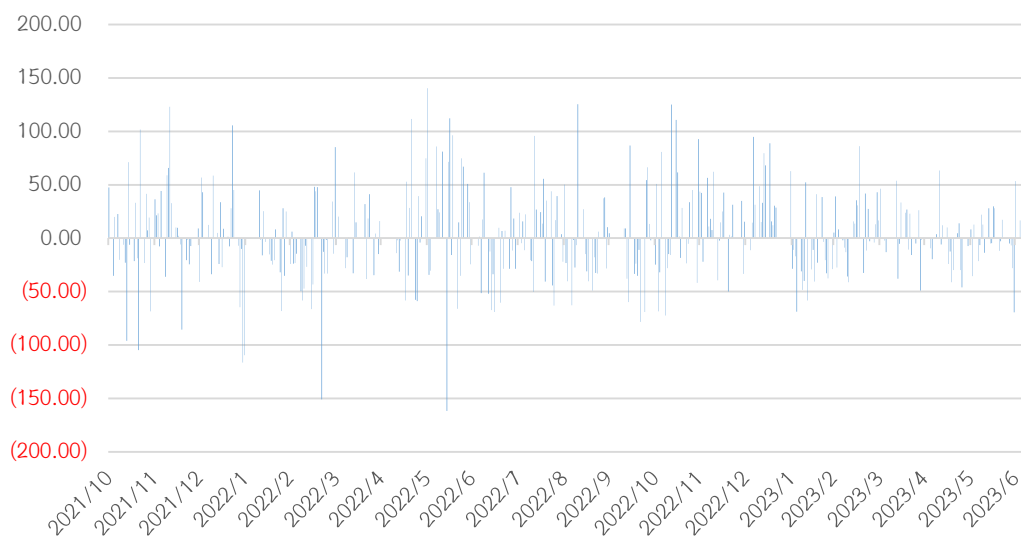


资料来源：光大期货研究所

3.3、交易盘和融资余额的相关性

交易盘资金约占北向总持仓的 20%，其特点与境内融资资金类似，均是追求中短线收益为主，由下图可见，北向交易盘加减仓操作较为频繁，会追踪阶段性热点题材。

图表 13：北向交易盘日度净流入（单位：亿元）



资料来源：光大期货研究所

由于数据可得性，我们取 2021 年 10 月至 2023 年 6 月间北向资金交易盘累计净流入数据，同时取融资余额累计增加额，两者初值均设为 0。由下图可见，北向交易盘与融资余额在很多细分阶段操作方向一致，但是北向交易盘明显更加乐观，如果我们统计长期累计净流入，北向交易盘仍可体现出类似于配置盘的持续净流入特点，只是幅度偏弱，波动稍多，而融资余额则可能会因为特殊原因在某些时点出现大幅净流出。

图表 14：北向交易盘与融资余额净流入对比（单位：亿元）

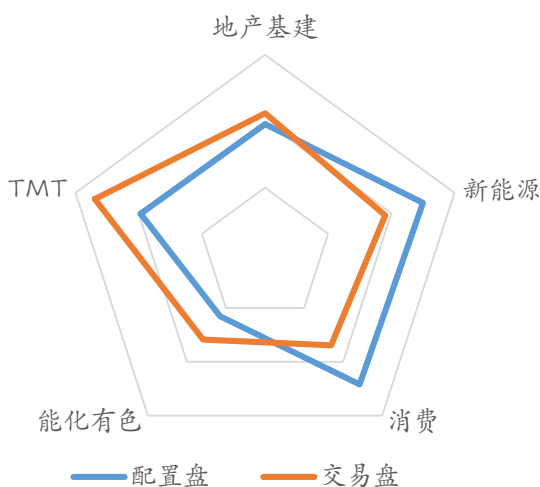


资料来源：光大期货研究所

3.2、持仓特点

我们把申万一级行业板块中的重要板块分位地产基建、新能源、消费、能化有色、TMT 共 5 个大类，计算配置盘和交易盘资金持仓中各个大类的占比，可以看到，交易盘更加追求今年以来的热点题材，如 TMT、有色能化等板块；相对的，配置盘倾向于大周期当中的成长板块，如新能源和消费，这也是北向资金整体体现出大盘成长特性的原因。

图表 15：北向配置盘及交易盘持仓偏好



资料来源：光大期货研究所

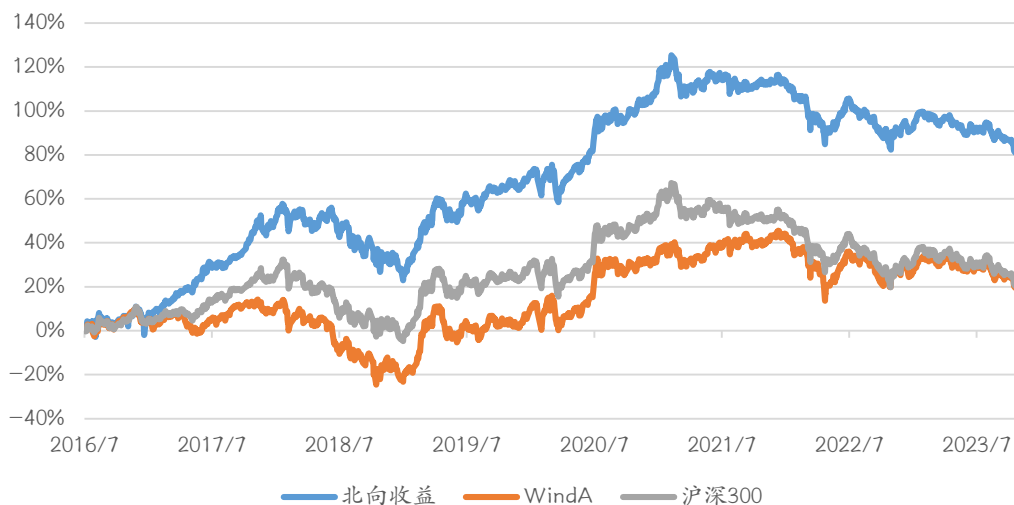
4、北向资金是“聪明钱”吗？

长期以来，北向资金被认为是“聪明钱”，不少境内资金参考北向资金持仓进行交易，使得北向资金一定程度上具有“杠杆效应”，即虽然北向资金交易和持仓占市场比重较小，但却可以撬动较大的资金规模移仓。近期随着北向资金连续净流出，国内市场成交额萎缩明显，资金情绪明显走低。我们认为，中长期来看，北向资金确实具有较高的参考价值，尤其是不同板块的中期配置选择，北向资金胜率极高；但是，短线的择时来看，北向资金并不是好的参考标的，我们无法跟随北向资金通过频繁调仓来获得更高的收益。

4.1、北向资金持仓占比换算为沪深 300 是否有超额收益？

中长期来看，我们使用北向当日持仓减去前一日持仓再减去当日净流入作为北向资金的日度持仓收益，进而计算北向资金收益率时间序列。根据数据的可获得性，我们对比了 2016 年至今北向持仓日度累计收益和 Wind 全 A 及沪深 300 的日度累计收益，可以看到，北向资金相较于其他两者明显更优；同时，北向资金相对于沪深 300 长时间可获得稳定的超额收益。这证明了北向资金中长期对于题材的把握明显高于市场均值，可以被认为是“聪明钱”。

图表 16：北向资金持仓收益测算



资料来源：光大期货研究所

图表 17：北向资金相对沪深 300 超额收益

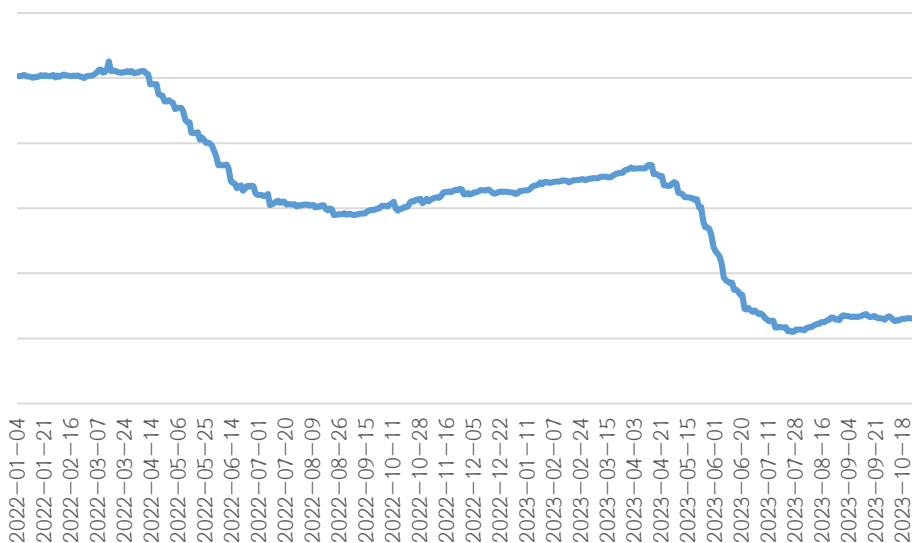


资料来源：光大期货研究所

4.2、跟随北向资金在第二个交易日开盘调仓是否能获得正收益？

另一方面，从短线来看，我们根据北向资金日度调仓的规模，不考虑持仓情况，单纯计算日度调仓个股在下一交易日的加权收益，金额计算累计日度调仓收益，获得下图。可以看到，短线跟随北向资金的日度调仓进行交易并不能获得正向收益，这说明北向资金尤其是配置盘资金不会做日度级别的择时。

图表 18：跟随北向资金调仓第二日累计盈亏走势



资料来源：光大期货研究所

总结：

沪深股通开通以来，北向资金持续加仓 A 股市场，体现了国际资本尤其是长期配置资金对于我国股票市场成长性的认可。北向资金作为“聪明钱”对于中长期周期维度引导 A 股市场情绪，提升 A 股整体估值具有重要影响。沪深股通正在逐步扩大可投资标的的范围，提供更加便捷的通道，这些措施对于我国股票市场的长期健康发展具有重要作用。

研究员介绍：

王东瀛，股指分析师，哥伦比亚硕士，主要跟踪股指期货品种，负责宏观基本面量化，重点行业板块研究，指数财报分析，市场资金面跟踪等内容。期货从业资格号：F03087149；期货交易咨询资格号：Z0019537。

公司地址：中国（上海）自由贸易试验区杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 6 楼

公司电话：021-80212222

传真：021-80212200

客服热线：400-700-7979

邮编：200127

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性、可靠性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成任何具体产品、业务的推介以及相关品种的操作依据和建议，投资者据此作出的任何投资决策自负盈亏，与本公司和作者无关。